

INNOVACIÓN FINANCIERA Y FRACASO DE LA TITULIZACIÓN

Alma Chapoy* y Alicia Girón**

Resumen

Después de varios años de auge en el mercado inmobiliario de Estados Unidos se le impuso una "corrección". La crisis se inició en el sector de hipotecas "*subprime*", y pronto se extendió al sistema financiero mundial. El examen y evolución de la crisis, destaca cómo influyó en ambas el que cerca del 90% de las transacciones realizadas diariamente en los mercados cambiarios, fueran de tipo especulativo; antes del rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods, un porcentaje semejante obedecía a operaciones comerciales y de inversión productiva. En busca de un hilo conductor de la crisis, se analizan aspectos tales como la innovación y especulación financieras, mediante la "titulización"; la incertidumbre que todo ello trajo consigo; la forma en que la crisis hipotecaria devino en una contracción crediticia, con sus severas consecuencias sobre el crecimiento mundial. Esos fenómenos se han combinado con una declinación en el valor del dólar y con un fuerte incremento del precio del petróleo y otras materias primas. Además se estudian las medidas adoptadas por los bancos centrales de los principales países, así como la responsabilidad que esas instituciones tuvieron en el surgimiento de la crisis.

Palabras Clave: Finanzas Internacionales, Liberalización Financiera, Crisis Financiera

Abstract

After years of rising prices in the real estate market of the United States, an important "correction" has taken place. Even though the crisis began in the "subprime" mortgage sector, it soon extended to the worldwide financial system. Upon examining the eruption and evolution of the crisis, a principle-influencing factor has been the fact that almost 90% of daily transactions in foreign exchange markets are of a speculative nature; before the collapse of the Bretton Woods agreements, a similar percentage corresponded to commercial operations and productive investment. In search of the crisis's common threads, several aspects are analyzed, such as financial innovation and speculative finance, through "securitization"; the uncertainty that these factors provoked; the way in which the mortgage crisis brought about a contraction in credit, with its severe consequences for worldwide economic growth. These phenomena have combined with a strong decline in the value of the dollar and with a large elevation of the price of oil and other important raw materials; the measures adopted by central banks of the principal countries are also an object of study, as is the responsibility of these institutions in the development of the crisis.

Kew Words: International Financial Markets, Current Account Adjustment, Financial Crises

Introducción

* Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. Correo electrónico: gori@servidor.unam.mx

** Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. Correo electrónico: alicia@servidor.unam.mx

“Over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is a large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance” (Minsky 1992).

La expansión del crédito en Estados Unidos (EU) y la búsqueda por parte de los inversionistas de nuevas y complejas formas de incrementar sus ganancias, trajeron consigo alzas en los precios de la vivienda y toma excesiva de riesgos. Después de varios años de auge en el mercado inmobiliario, ocurrió una “corrección” que a finales de 2007 representaba al menos una caída del 50% desde su nivel máximo. El detonador de la crisis fue el crecimiento del mercado de hipotecas “*subprime*”, esto es, créditos concedidos a prestatarios no solventes. El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2008) estimó en 945 millones de dólares (mmd) el costo para el sistema financiero mundial, de los cuales, 565 mmd fueron generados por la exposición de los bancos en créditos hipotecarios riesgosos; la crisis rebasó el mercado estadounidense *subprime* y se extendió a los principales mercados inmobiliarios, al crédito al consumo y al crédito a las empresas.

El propósito de este artículo es destacar las características de la actual crisis, el estado del arte del desenvolvimiento de la crisis *subprime* y el fracaso de la titulización, proceso endógeno de la financiarización. Con ello se busca encontrar el hilo conductor de la actual crisis.

Crisis financiera y especulación

A lo largo de las últimas décadas la tecnología y la innovación en los productos financieros han sido consecuencia no sólo del

cambio en los procesos y métodos originados en los circuitos financieros sino también del ansia de los inversionistas institucionales por dominar los mercados financieros. La riqueza obtenida, únicamente por los títulos de deuda privada y pública en los EU, pasó de 2.4 veces el Producto Interno Bruto (PIB), en 1995, a 3.3 veces en 2004. Esta cifra no incluye los derivados y las operaciones de valores fuera de balance que hasta mediados de 2008 ascendían a 370 billones de dólares (trillones); esta cifra aumentó 118 billones sólo en los últimos dos años según el Banco de Pagos Internacionales (The Economist, 2008a).

La facultad de los agentes financieros para manejar los ahorros y flujos de capital provenientes de los inversionistas ha permitido la creación de innumerables productos financieros, que rebasan la rentabilidad del sector productivo, y aumentan la especulación, cayendo incluso en el fraude financiero. Ejemplo de ello son los 10 billones de dólares (trillones) en valores hipotecarios que tienen los bancos, la banca de inversión, y una amplia gama de fondos de inversión, como los *hedge funds*, en EU, España, Francia, Alemania, Inglaterra, Japón y en algunos mercados emergentes (Jeeves, 2007). La incertidumbre en los mercados financieros afecta en gran medida a los grandes bancos de EU, Europa y Japón. Matrices y subsidiarias de los grandes conglomerados financieros, son presa de las carteras vencidas de los préstamos hipotecarios, con todas las consecuencias que ha traído consigo el proceso de financiarización. Muchos analistas coinciden en que la crisis proseguirá en 2009 y que la recuperación ocurrirá hasta 2010.

Desde fines de 2006, aparecieron los primeros signos alarmantes en los mercados financieros, como resultado de los préstamos hipotecarios *subprime*; sin embargo la incertidumbre y la fragilidad de los bancos se hicieron evidentes en agosto de 2007, mes en que se considera irrumpió la crisis. A partir de entonces se hizo

necesaria la intervención de los bancos centrales como prestamistas de última instancia; esas instituciones, encabezadas por el Sistema de la Reserva Federal (Fed) de EU el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Central de Japón empezaron a inyectar grandes cantidades de liquidez. Los bancos que han sobresalido por sus pérdidas millonarias son Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Goldman Sachs y Bear Sterans que han estado cancelando pasivos en gran riesgo y cuyos portafolios han caído en más de un 80 por ciento. Incluso el último Informe del Instituto Internacional de Finanzas (IIF, 2008) llama la atención que sólo un año antes de la crisis de agosto del 2007 las calificadoras como Standard & Poor's, Moody's Investors Service y Fitch Ratings hubieran evaluado satisfactoriamente a estas instituciones.

El impacto de esta crisis, acompañada de la volatilidad en los precios del petróleo¹ y de los alimentos², tiene serias repercusiones en los mercados emergentes y en la economía mundial en su conjunto. Aunque al iniciarse 2008 los países emergentes parecían a salvo de la turbulencia financiera, el petróleo caro y la desaceleración en los países avanzados los han afectado, pues no pueden ser inmunes a la crisis, dados los complejos vínculos entre ambos grupos de países. La coyuntura actual representa la crisis del proceso de titulización que se desprende de las finanzas estructuradas³. La incertidumbre en los mercados financieros, la

¹ En julio del 2008 el precio máximo del petróleo llegó a 147.27 dólares el barril. En el rango de un año había pasado de 60 dólares a 145 dólares el barril. En tan sólo unos días bajó 20 dólares.

² Según el índice Jefferies-Reuters CRB index los precios de las materias primas habían perdido 10.5 por ciento en un mes, la caída más grande en el periodo de un mes desde 1980 (Blas, 2008).

³ Activos financieros, incluyendo desde tarjetas de crédito hasta hipotecas (sobre todo subprime) fueron convertidos en valores que se negociaron en los mercados secundarios, sin prestar atención al tipo de deudores. A esta conversión en títulos negociables, de los valores en poder de instituciones de crédito, sociedades financieras, compañías de seguros o sociedades comerciales, se le denomina "titulización" (securitization). Las finanzas estructuradas o crédito estructurado es una forma de titulización: las collateralized debt obligations (CDOs, obligaciones de deuda con colateral) empaquetaron diferentes clases de deuda, (bonos corporativos, valores respaldados con hipotecas, adeudos en tarjetas de crédito); estos

fragilidad constante en la que se mueven los inversionistas financieros y el riesgo que implicó pasar de estructuras financieras estables a estructuras desreguladas, hizo evidentes las consecuencias de la especulación, iniciada a raíz del rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods y de la consecuente carencia de una regulación eficiente para las instituciones financieras. Desde el colapso de Bretton Woods, 88% de las transacciones financieras en escala mundial han sido de tipo especulativo; antes de ello, 90% de las mismas eran de carácter comercial e inversiones productivas. La movilidad especulativa del capital financiero a corto plazo, constituye la mayor parte de los 3.2 billones de dólares (trillones) de transacciones cambiarias que se realizan diariamente, más del doble que en 2003 (The Economist, 2008b:87)

El crecimiento desorbitado de los nuevos instrumentos financieros permitió la mayor especulación que se ha dado en el sistema financiero internacional desde el crack de 1929. Este proceso, apoyado en la innovación financiera, constituye una crisis tipo Ponzi, de acuerdo con la teoría de Minsky⁴.

Desenvolvimiento y profundidad de la innovación financiera

Las crisis financieras en su mayoría van ligadas a procesos de innovación financiera en los instrumentos de inversión. A un gran auge viene un ciclo de expansión y posteriormente la declinación y el fondo de la crisis. En cada momento histórico existen situaciones de tensión. En un estudio reciente, Reinhart y Rogoff (2008), presentan un panorama histórico de las crisis financieras,

paquetes fueron luego divididos en tramos con diferentes grados de riesgo de incumplimiento, que al venderse como bonos, ofrecían altos rendimientos acordes con el mayor riesgo.

⁴ En lo que Minsky denomina finanzas “Ponzi”, el valor actual de la inversión que se está financiando, se vuelve negativo para el prestamista. La empresa no puede cubrir sus pasivos liquidando sus activos al valor actual, por lo que cae en la insolvencia. Para cubrir sus compromisos y seguir funcionando, la empresa necesita obtener nuevos préstamos, por lo que está en una situación de extrema fragilidad financiera, exactamente lo que está ocurriendo en la actual crisis.

desde la moratoria en Inglaterra en el siglo XIV, hasta la crisis *subprime* en EU; los autores encuentran que las moratorias son un fenómeno generalizado. En nuestra opinión, las crisis tienen un hilo conductor que se relaciona con la inestabilidad y fragilidad financiera existente en el desenvolvimiento del ciclo económico. A través de los ciclos económicos de los diferentes países, se manifiestan situaciones de tensión de los actores financieros, que desembocan en crisis que coinciden con el ciclo económico. Es decir, las crisis financieras son de carácter endógeno a la propia economía; al contrario de lo que sostiene la teoría económica imperante con los modelos del equilibrio general. Como todas las crisis, ésta tiene un hilo conductor que nace de la especulación financiera; pero esta crisis tiene además características muy particulares. Myron Scholes, Daniel Mc Fadden, Joseph Stiglitz y Muhammad Yunes (Premios Nobel 1997, 2000, 2001 y 2006, respectivamente), se reunieron en una isla al sur de Alemania para tratar de ubicar esta crisis; todos coincidieron en calificarla de única y tan profunda, o incluso más profunda, que la de 1929. Por su parte, Alan Greenspan, en un adendum a su libro “La Era de la Turbulencia” (2008), hace énfasis sobre la gravedad de la crisis; otro tanto hace George Soros (2008). Por tanto, puede decirse que hay consenso entre los economistas, acerca de la profundidad de esta crisis y de la dificultad de salir de ella en el mediano plazo. No obstante, muchos expertos no aprueban las medidas aplicadas por la Fed, el BCE y otros bancos centrales en sus intentos de solucionar la crisis. También hay un fuerte debate en cuanto a si la Fed debe fungir como “prestamista de última instancia”. En torno a la necesidad de regular a los agentes financieros y al sistema financiero internacional en general, son aun más acentuadas las diferencias entre los economistas.

Indiscutiblemente, la forma que ha adoptado el ciclo económico desde fines de 2006, es resultado del quiebre de las formas

adoptadas por los instrumentos financieros, como resultado de la innovación financiera y tecnológica, pero también de la búsqueda desenfrenada de cuantiosas ganancias.

Fracaso de la titulización y fragilidad financiera

Los activos financieros, resultado de la expansión y titulización financiera han sembrado incertidumbre y riesgos crecientes en el sistema financiero global. La “exuberancia irracional”, frase acuñada por Greenspan (1996), es una constante en el mundo financiero. Las finanzas estructuradas constituyen el eje del desenvolvimiento de la crisis, pues mediante la titulización, los bancos vendieron sus préstamos a bancos y fondos de inversión del país y del extranjero, con lo cual los prestamistas ya no los mantuvieron en sus registros contables. Quienes compraron los valores, a su vez los usaron como colaterales para pedir préstamos. De esta manera, los prestamistas quedaron separados del riesgo de incumplimiento de pagos, lo que redujo el incentivo para verificar la confiabilidad de los prestatarios. Cuando los activos subyacentes cayeron en incumplimiento se precipitó la crisis.

Quizá la manifestación más grave de esta crisis, haya sido la contracción crediticia, a raíz del elevado monto de las pérdidas registradas. Ello indica que no se trata sólo de una crisis en el sector hipotecario *subprime*, sino de una crisis en el sistema financiero mundial, por la forma en que se ha dado el proceso de financiarización. Esta crisis ha afectado también a pequeñas empresas inmobiliarias, el crédito a los consumidores (tarjetas de crédito, préstamos para adquisición de automóviles, etc.), a industriales y comerciantes, e incluso a gobiernos locales⁵. Existen

⁵ En efecto, a las víctimas del desastre por las hipotecas subprime se sumaron algunos gobiernos locales de EU (y de otros países desarrollados), a través de los fondos estatales para el manejo de efectivo. Al respecto destaca el fondo de inversión del gobierno local de Florida, utilizado por las escuelas y municipalidades estatales para invertir a corto plazo y hacer gastos corrientes. Deseoso de rendimientos extraordinarios, ese fondo compró varios miles de millones de dólares en deuda emitida por SIVs, con inversiones en hipotecas subprime y similares.

en el mercado 62 billones (trillones) de dólares invertidos en credit default swaps (CDSs⁶), instrumentos sumamente especulativos, y otros 6 billones (trillones) de bonos en riesgo (Roubini, 2008).

Lo que está ocurriendo es el desplome del proceso de titulización concentrado en las finanzas estructuradas, resultado de la desregulación y liberalización financieras. La innovación financiera, el ciclo económico y la especulación a través de la titulización, han conformado una crisis muy particular, al combinarse con una depreciación del equivalente general mundial (el dólar) y con la elevación en el precio de la energía, alimentos y otras materias primas. Grandes bancos, sobre todo estadounidenses, registraron en 2007 una sustancial contracción de sus utilidades, por haber otorgado de manera indiscriminada créditos a largo plazo a tasas flotantes y en muchos casos sin respetar sus propias normas. Se calcula que los CDS, cuyo monto era de 4 billones (trillones) de dólares en 2003, ahora ascienden a 63 billones (trillones) de dólares. Por ejemplo, los tres bancos más grandes de Islandia y los hedge funds, tienen gran cantidad de estos instrumentos (The Economist, 2008a).

Esa fragilidad financiera está afectando también en gran medida a las subsidiarias de las corporaciones financieras que se extienden por todo el mundo, principalmente en los países emergentes. Las repercusiones en los sistemas financieros de países como México, Argentina y Brasil estarán determinadas por el grado de extranjerización de dichos sistemas. A diferencia de lo que ocurre en México, la extranjerización de los bancos argentinos no es tan grande y entre ellos hay bancos públicos que pueden orientar el crédito a inversionistas nacionales con tasas preferenciales. Sin embargo, en México hay una distorsión en la canalización de dichos recursos, pues las políticas públicas y el financiamiento al

⁶ Los créditos default swaps CDSs son créditos derivados utilizados como coberturas de riesgos crediticios.

desarrollo no están generando un proceso de crecimiento endógeno de creación de empleo y mejor distribución del ingreso. Por otra parte, los problemas de las *subprime* que afectan a las matrices de bancos como Citigroup, HSBC, Santander y BBVA tendrán repercusión en México y en otros países emergentes.

Citigroup, principal participante en el mercado de SIVs⁷ (valuado en 350 mmd al iniciarse la contracción crediticia), el banco más grande de EU y uno de los cinco mayores grupos financieros del mundo, redujo el valor de activos en su poder por un monto de En el ejercicio fiscal 2007, sus ganancias (3,617 mdd), fueron 83% menores que en 2006 (The Economist, 2008b:70). Según cifras de la Fed, en 2007 las utilidades de los 15 principales bancos de EU cayeron 34,800 mdd, la disminución más importante en la historia del sistema bancario; aunque tuvieron números negros, varios bancos estuvieron a punto de tener pérdidas anuales; en el último trimestre de 2007 y en el curso de 2008, muchos ya registraron pérdidas. Es por ello que las autoridades de varios países, destacando EU y el Reino Unido, han tenido que ir al rescate de importantes instituciones; entre los casos más sonados se cuentan Northern Rock y Bradford & Bingley (Reino Unido); Bear Stearns, Fannie Mae y Freddie Mac (EU); IKW (Alemania).

Conviene quizá detenerse en el caso de Fannie Mae y Freddie Mac. Durante mucho tiempo el gobierno de EU, apoyó la adquisición de casa propia mediante estímulos fiscales y subsidios, pero más adelante, decidió establecer sus propios bancos hipotecarios. Dos de ellos, Fannie Mae y Freddie Mac, se convirtieron, respectivamente, en el segundo y el tercer prestamistas del país especializados en crédito hipotecario, con un activo total

⁷ En virtud de la "titulización", en lugar de que los bancos se quedaran con su cartera de préstamos, la transfirieron a entidades constituidas para ese fin, llamados conduits o special purpose vehicles (SPV), los cuales emitieron títulos respaldados por la cartera original, que fueron comprados por inversionistas. Al SPV que se constituyó con ese propósito se le dio el nombre de structured investment vehicle (SIV, vehículo de inversión estructurada).

combinado de 5.2 billones (trillones) de dólares; ambas instituciones controlan alrededor de la mitad del mercado hipotecario de EUA. Las acciones de Fannie Mae se han desplomado en un 92 por ciento al pasar de 68 dólares en octubre del 2007 a 5.21 dólares en agosto del 2008. La necesidad de un rescate inminente de estas instituciones y la reestructuración financiera son ineludibles por parte de la Fed. Esos bancos, muy comprometidos con CDS y otros productos financieros, sufrieron pérdidas significativas. Baste decir que a partir de la contracción crediticia (*credit crunch*) el precio de sus acciones cayó 90 %. Como esas empresas son calificadas de “muy grandes para entrar en quiebra”, en la tercera semana de agosto de 2008 la Fed se vió obligada a intervenir, para evitar una caída más profunda de los títulos inmobiliarios y del precio de las casas. El plan de rescate propuesto por el Departamento del Tesoro para 2009 y 2010, es el de mayor costo (25 mmd), con las consecuentes repercusiones sobre la deuda pública.

Intervención de los fondos soberanos (sovereign-wealth funds)

Estando en serias dificultades para capitalizarse, en enero de 2008, Citigroup y Merrill Lynch, recibieron en conjunto fondos de inversionistas privados y gubernamentales de Japón, Corea, China, Singapur, Arabia Saudita y Kuwait por 21,100 mmd, siendo ésta la mayor transferencia de capital hacia bancos de EU. Como el resto de las finanzas mundiales, los fondos soberanos también se caracterizan por una falta de transparencia sobre sus estrategias de inversión y despiertan suspicacias por la posibilidad de su intervención política. Entre esos fondos destacan Korean Investment Corp., Autoridad de Inversión de Kuwait, Mizuho Financial Group., Government of Singapore Investment Corp (GIC) y Kuwait Investment Authority (The Economist, 2008c:81).

Banca Central; movimientos en la tasa de referencia e inyecciones de liquidez

Los bancos centrales cuentan con dos instrumentos fundamentales de política monetaria: la tasa de referencia⁸, que fija el precio de los préstamos a corto plazo, y la provisión de liquidez a bancos y otras sociedades financieras en problemas. En el primer semestre de 2007 la Fed mantuvo sin cambio, en 5.25%, su tasa de referencia (la tasa de fondos federales); pero de septiembre de 2007 a abril de 2008, siete recortes la situaron en 2%; aunque Bernanke, presidente de la institución, insistió en que los recortes se hicieran para estimular la economía, en la opinión pública prevaleció la idea de que el propósito fue ayudar a las bolsas de valores⁹. Al contrario de la Fed, el BCE mantuvo su tasa de referencia en 4% hasta el 3 de julio de 2008 en que la aumentó a 4.25%. El BCE sostiene que cuando hay turbulencia en los mercados financieros es aun más importante controlar las presiones inflacionarias. Otros bancos centrales, como el del Reino Unido y de Canadá, han bajado sus tasas de referencia, aunque en menor medida que en EU.

En respuesta a la contracción crediticia que siguió al estallido de la crisis, y la consecuente elevación en las tasas de interés interbancarias a corto plazo, la Fed, el BCE y otros bancos centrales, inyectaron liquidez en los mercados financieros para facilitar su funcionamiento, en virtud de las necesidades extraordinarias de financiamiento de dichas instituciones. La Fed

⁸ La tasa de intervención o de referencia es la tasa de interés que con fines de política monetaria fijan los bancos centrales.

⁹ Además de afectar a los valores respaldados por activos y los balances contables de los bancos, la crisis llegó a los mercados de valores, que se desplomaron el 17 de agosto de 2007, ante la gravedad de la crisis crediticia y el miedo a que se frenara la actividad económica; posteriormente, las bolsas siguieron a la baja. Del 1 de enero al 19 de agosto de 2008, el Dow Jones retrocedió 14.44%; el NASDAQ, 10.10%, el S&P, 13.73%. El FTSE (Reino Unido), 17.60%; el Nikkei (Japón), 13.99%. En América Latina, el Bovespa (Brasil) y el Merval (Argentina) bajaron, respectivamente, 16.52 y 19.76%; la Bolsa Mexicana de Valores, 9.49%.

puso a disposición de los bancos cantidades históricas de liquidez, más de 400 mmd, y abrió su ventanilla de descuento a los bancos de inversión, por primera vez desde los años treinta; de esta manera, pasó a ser el prestamista de última instancia no sólo de los bancos comerciales, sino también de los bancos de inversión y de *brokers*, y aceptó como colaterales valores respaldados con hipotecas. Además, la Fed estableció acuerdos temporales monetarios recíprocos (líneas swap) con el BCE y el Banco Nacional de Suiza, para aliviar las necesidades de liquidez de las instituciones de esos países que tuvieran activos hipotecarios en dólares. En el curso de 2008, esos acuerdos se han ido renovando e incrementando en su monto.

El declinante valor del dólar

La disminución de las tasas de interés en EU ha provocado una depreciación del dólar frente a las principales divisas; el caso más notable es ante al euro, que de valer 77.71 centavos de dólar en diciembre de 2007 pasó a cotizarse a 1.60 dólares a mediados de 2008, lo que significa que el dólar se depreció en más de 100%. Posteriormente el euro ha bajado incluso a menos de 1.50 dólares; la pérdida de valor experimentada por el dólar, exacerbó el alza del precio del petróleo y otros productos cotizados en esa divisa. Indudablemente el dólar sigue desempeñando una función clave en el nivel mundial, pero en el futuro podría darse una nueva distribución del poder económico global, pues la capacidad de las autoridades financieras de EUA para estimular su economía se basa en la disposición del resto del mundo a acumular más reservas en dólares, situación que podría modificarse en vista de las actuales circunstancias. Los ya mencionados fondos soberanos podrían provocar movimientos en gran escala en los mercados cambiarios (carry trade); por esta y otras razones el dólar podría seguir

cayendo, con graves repercusiones en el sistema financiero y en la economía mundial.

Reflexión final

Es un hecho contundente el consenso entre los analistas en que el momento por el que pasa la economía internacional constituye una crisis profunda que no sólo afecta a los préstamos hipotecarios sino al sistema financiero en su conjunto. La globalización del mercado financiero y los estrechos vínculos entre países, han hecho que la crisis afecte tanto a EU, Europa y Japón como a los países emergentes. La vulnerabilidad de los mercados de la vivienda y la consecuente contracción crediticia, han puesto en riesgo la economía mundial. La carestía de alimentos y energéticos está relacionada con la crisis financiera, pues se debe en gran parte a que fondos de inversión han colocado la mayor parte de su capital en activos como materias primas, para protegerse ante la debilidad del dólar, la inflación y la volatilidad de los mercados financieros. La innovación financiera ha hecho que los riesgos se subvalúen, pues no se puede identificar a los titulares del riesgo ni determinar si pueden manejarlo o no. En buena medida, la incorrecta calificación del riesgo, por parte de las agencias especializadas, contribuyó a la crisis¹⁰.

Lo sucedido revela también que los sistemas financieros están mal supervisados. Basilea 2, al igual que Basilea 1, sigue enfocándose en la adecuación del capital, lo que protege a los bancos de la insolvencia, pero no de la falta de liquidez. Por ello los bancos centrales han tenido que proporcionar liquidez a los mercados

¹⁰ Las calificaciones otorgadas por agencias como Moody's y Standard & Poor's, no se basaron en evaluaciones objetivas de los riesgos de incumplimiento, sino que fueron guiadas por intereses creados, ya que esas agencias obtenían lucrativas comisiones por aconsejar a los bancos cómo integrar sus pools de préstamos, los cuales, una vez titulizados, recibían calificaciones que los hacían muy atractivos y fácilmente negociables. Al estallar la crisis, esas agencias fueron muy criticadas y entonces cayeron en el extremo opuesto al degradar excesivamente los valores haciendo casi seguro su incumplimiento.

financieros, lo cual crea daño moral, pues se incita a los bancos a seguir concediendo créditos riesgosos. Los bancos centrales, y sobre todo la Fed, tienen responsabilidad en haber estimulado el apetito por el riesgo. En sus mediciones sobre la inflación, esas instituciones cometen el error de no considerar el incremento en los precios de las casas y de los activos financieros. Aun así, los BC sabían perfectamente que los precios de los activos estaban inflados y los mercados de crédito, hipertrofiados; no obstante, lo único que hicieron fue advertir durante meses que se estaban subvaluando los riesgos en el sistema financiero.

Los fondos soberanos que adquirieron especial importancia con los altos precios del petróleo y los desequilibrios económicos globales, también se caracterizan por una falta de transparencia en cuanto a sus estrategias de inversión y despiertan suspicacias por la posibilidad de su intervención política. En lo que resta de 2008 y en 2009 seguramente se verá una mayor participación del “prestamista de última instancia”. El banco central estará presto a apagar los fuegos del mercado financiero.

Bibliografía

BCE (2008) *Press Release*, “Specific Measures to Address Liquidity Pressures in Funding Markets”. 11 de marzo. En <http://www.ecb.europa.eu>.

Federal Reserve System, *Press Release*, “Specific Measures to Address Liquidity Pressures in Funding Markets”. 11 de marzo, en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes.htm>

Blas, Javier (2008) “Biggest dive for commodities in 28 years” *Financial Times*, Julio 31.

Fondo Monetario Internacional (2008) *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril.

Guttmann, Robert [2008], “The Global Credit Crunch of ‘07”, CEPN, Paris XIII. Ponencia presentada en la Conferencia de Dijon En línea.

http://www.u_bourgogne.fr/CEMF/doccollo/Robert%20GUTTMANN.rtf

Institute of International Finance (2008) *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practice: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations, Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008*, Washington, D. C.
Jeeves, Maria (2007), “The alchemists of finance”, *The Economist*, 17 de mayo.

Kregel, Jan (2007) *The Natural Instability of Financial Markets*, Working Paper No. 523, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.

Kregel, Jan (2008) “Minsky’s Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”, *Public Policy Brief*, No. 93, Nueva York, The Levy Economic Institute.

Krippner, Greta R. (2005), “The financialization of the American economy”, *Socio-economic Review*; May; 3, 3.

Minsky, Hyman (1992), “The Financial Instability Hypothesis”. Working Paper No. 74, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College,

Reinhart, Carmen and Rogoff (2008), “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, Working Paper, National Bureau of Economic Research 13882, Cambridge, MA, <http://www.nber.org/papers/w13882>

Roubini, Nouriel (2008), The worst economic and financial crisis in decades, 20 de agosto. <http://www.rgemonitor.com>

Soros, George (2008) *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, USA, Perseus Books Group.

The Economist (2008), “Are credit-default swaps living up to the hype?” 20 de agosto.

U.N. World Food Programme News-Press Release [2008], *UN Press Statement: a unified U.N. response to the Global Food Price Challenge*. Berna, Suiza. United Nations, 29 de abril.

Perry, Joellen (2008) “Lessons of Financial Crisis: Nobel Laureates Ponder Role of Regulators, *The Wall Street Journal* August 22;p.C14.

The Economist (2008a) 20 de agosto.

The Economist (2008b) 22 de marzo.

The Economist (2008c) 9 de febrero.

Fecha de recibido: junio 2008

Fecha de aprobación: agosto 2008